

北部湾港(000582.SZ): 产业转移推动公司持续高增长

评级:

评级: 增持

上次评级: 首次覆盖

最新收盘价: 8.95

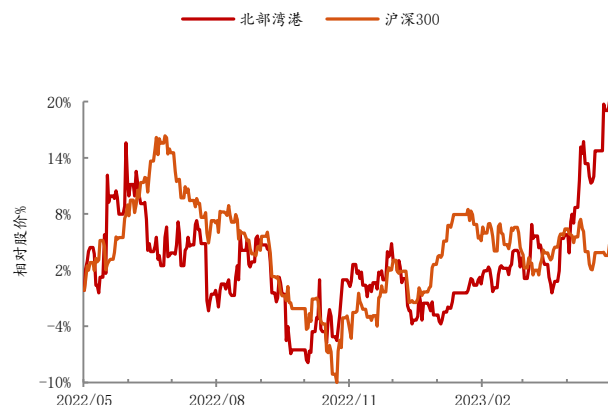
股票代码: 000582

52周最高价/最低价: 9.38/6.8

总市值(亿) 158.59

自由流通市值(亿) 126.17

自由流通股数(百万) 1409.67



分析师: 游道柱

邮箱: youdz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060002

本篇报告主要观点

- **北部湾港：中国大西南最佳出海口。**广西北部湾港包括防城港域、北海港域、钦州港域，依托西部陆海新通道建设，北部湾港辐射的货源腹地主要包括广西、云南、贵州、四川、重庆等中国西部地区。
- **国内产业转移提供长期增长潜力。**以公司的主要经济腹地广西、云南、贵州、四川这四省为例，近年来GDP增速保持较快增长，尤其第二产业GDP增速一直快于全国总体水平。
- **基础设施建设助力增长潜力转变为现实。**基于我们对中国综合交通规划体系理解，我们认为影响港口的综合竞争力因素，除了港口企业的主观作为外，国家政策的支持是核心外部变量。对北部湾港来说，正处于国家政策对其大力支持的节点。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计北部湾港2023-2025年营收为70.02亿元、76.17亿元和82.85亿元，归母净利润分别为11.75亿元、13.70亿元和15.85亿元（EPS分别为0.66元、0.77元和0.89元），对应2023年5月8日收盘价8.95元PE分别为13.50倍、11.57倍和10.01倍。考虑公司长期成长性及短期盈利能力在恢复阶段，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期、港口收费政策变动超过预期、周边港口竞争加剧超预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5,908	6,378	7,002	7,617	8,285
YoY (%)	10.2%	8.0%	9.8%	8.8%	8.8%
归母净利润（百万元）	1,020	1,039	1,175	1,370	1,585
YoY (%)	-5.1%	1.8%	13.1%	16.6%	15.7%
毛利率 (%)	35.8%	34.4%	35.5%	36.1%	36.7%
每股收益（元）	0.63	0.61	0.66	0.77	0.89
ROE	9.0%	8.1%	8.3%	8.9%	9.3%
市盈率	14.21	14.67	13.50	11.57	10.01

资料来源：公司公告，华西证券研究所

目录

contents

- 01 北部湾港：中国大西南最佳出海口
- 02 国内产业转移提供长期增长潜力
- 03 基础设施建设助力增长潜力转变为现实
- 04 盈利预测及投资建议
- 05 风险提示

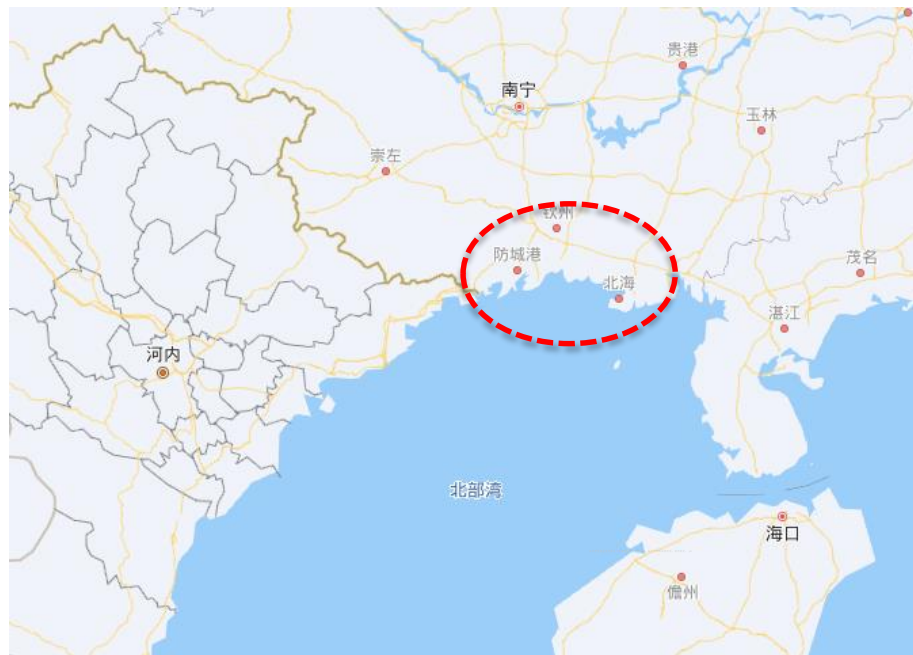
1

北部湾港：中国大西南最佳出海口

1.1 广西北部湾港为琼州海峡以西最大出海口

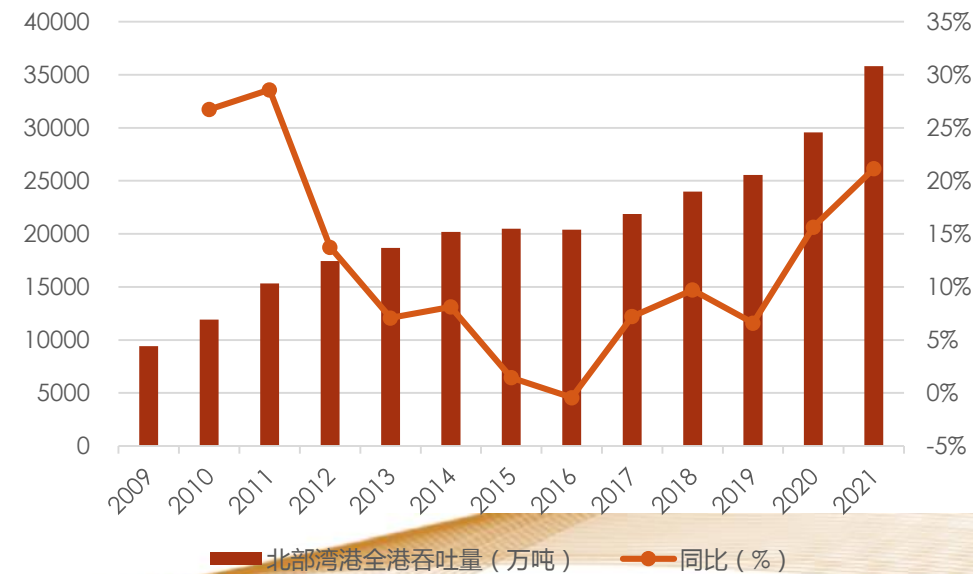
- 广西北部湾港包括防城港域、北海港域、钦州港域，是中国大西南的最佳出海处。依托西部陆海新通道建设，北部湾港辐射的货源腹地主要包括广西、云南、贵州、四川、重庆等中国西部地区。
- 自区域全面经济伙伴关系协定（即RCEP）2022年1月1日生效实施以来，河南等我国中西部地区取道西部陆海新通道进出海，西部地区与东南亚等国家及地区物资贸易量越来越大，为北部湾港带来重大发展机遇。

图表：北部湾港地理位置得天独厚



资料来源：百度地图，华西证券研究所

图表：2009-2021年北部湾全港吞吐量变化趋势

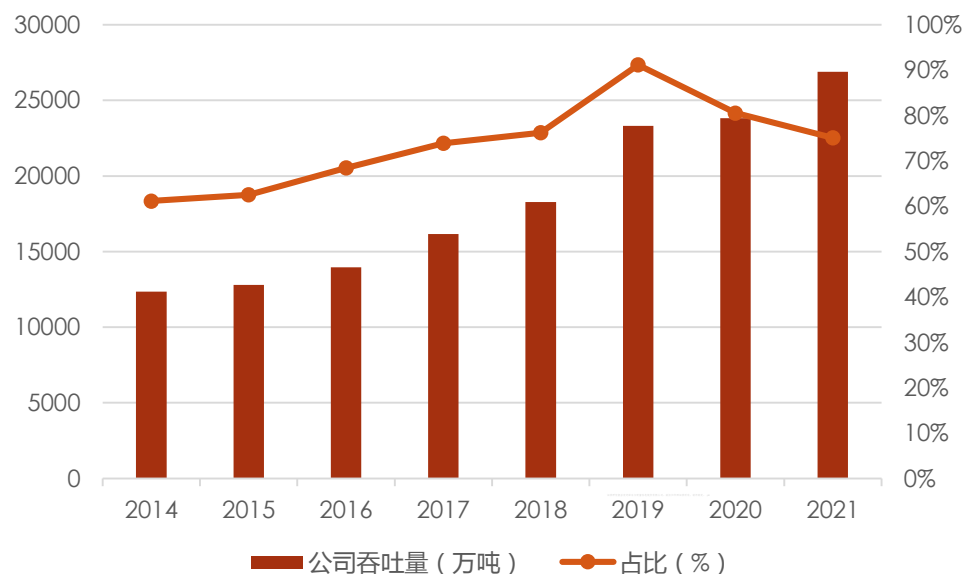


资料来源：wind，华西证券研究所

1.2 公司是广西北部湾地区国有公共码头唯一运营商

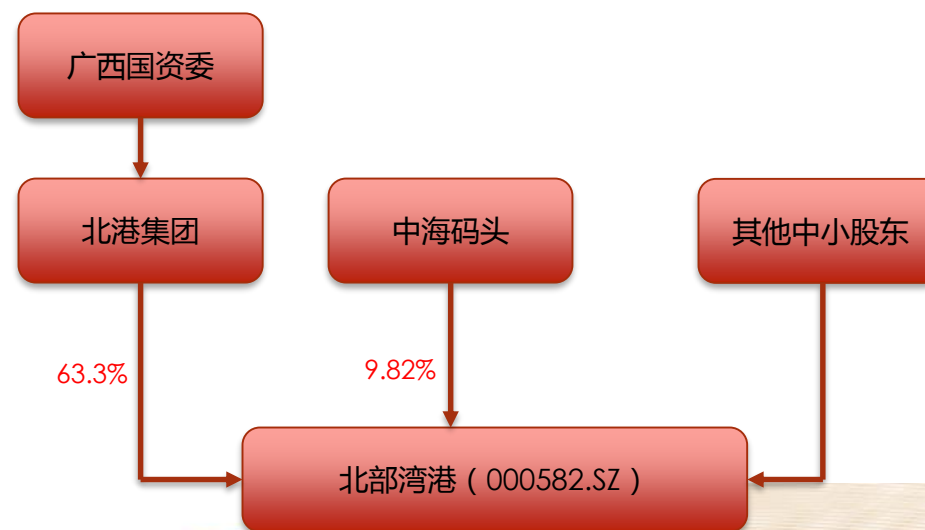
- 以2021年为例，公司所运营码头合计吞吐量为26900万吨，在北部湾全港占比为75.1%。（加上公司受托管理的三家贵港公司及北港集团下属子公司内河码头的吞吐量，2021年公司在北部湾全港吞吐量占比为90.5%）
- 广西国资委为公司的实际控制人，第一大股东广西北部湾国际港务集团有限公司持有公司63.3%股权，第二大股东为上海中海码头发展有限公司（央企中海码头全资子公司），持股比例为9.82%。

图表：公司历年吞吐量及在北部湾全港占比变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：公司股权结构图（截止2023年一季度末）

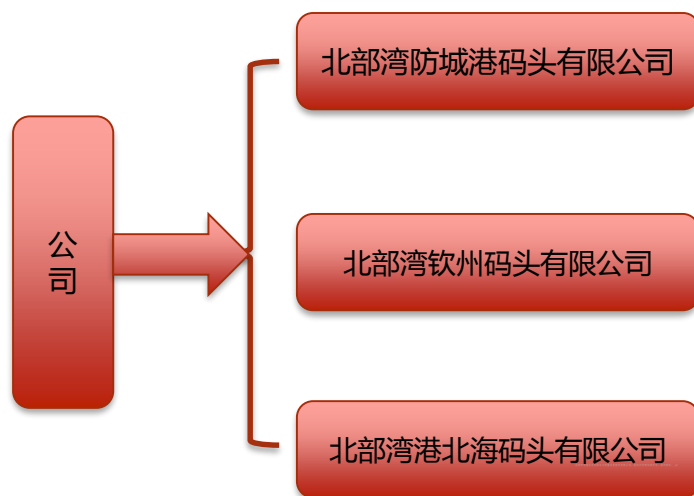


资料来源：wind，华西证券研究所

1.3 公司下辖钦北防三港分工明确、协同发展

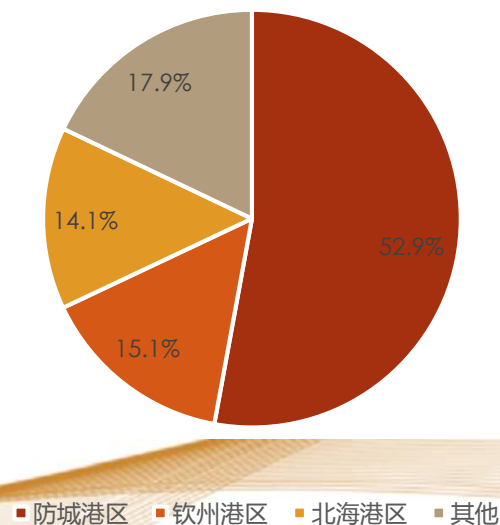
- 公司目前形成钦、防、北三港区“一轴两翼”的布局，集装箱业务以钦州港区为中轴，并通过“穿梭巴士”进行钦北防三港区间干支线集疏，将钦州港培育成为区域集装箱干线港，同时散杂货向防城港区、北海铁山港区集聚。
- 以2022年为例，防城港区（北部湾防城港码头有限公司）、钦州港区（北部湾钦州码头有限公司）、北海港区（北部湾港北海码头有限公司）分别贡献营业收入33.73亿元、9.63亿元和8.99亿元，占比为52.9%、15.1%、14.1%。

图表：公司目前形成钦、防、北三港区“一轴两翼”的布局



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2022年三个港区营收占比情况（%）

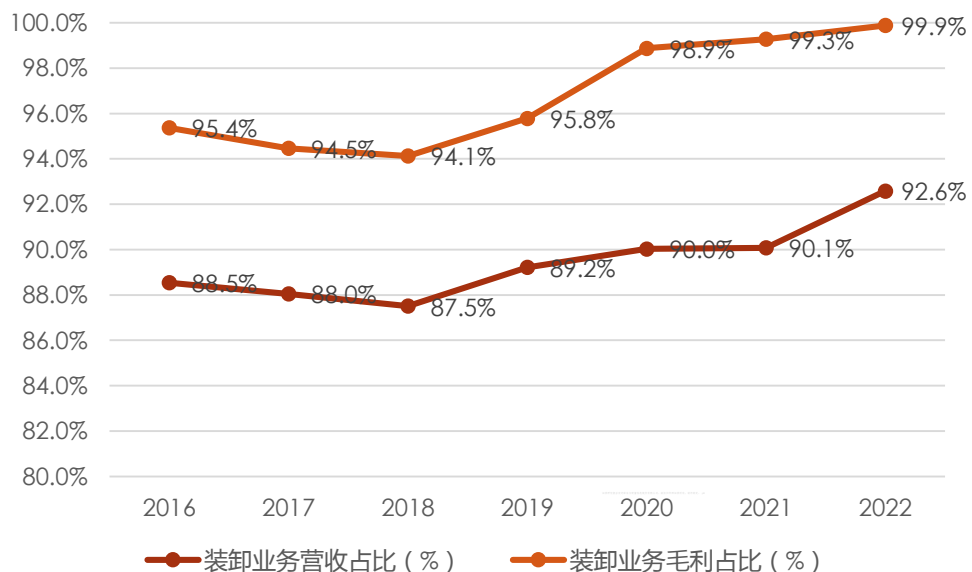


资料来源：wind，华西证券研究所

1.4 公司是近年来国内成长性最好的港口企业

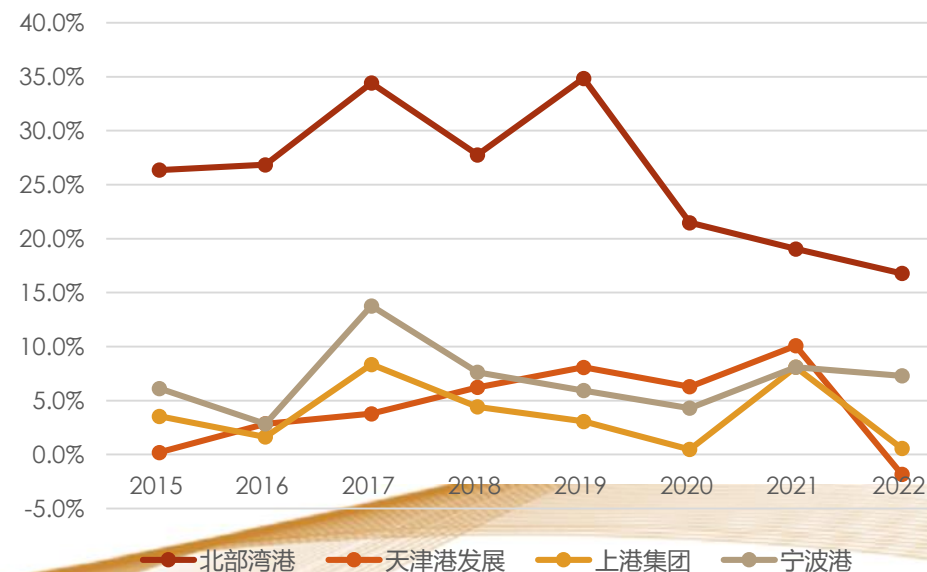
- 公司的主营业务为集装箱和散杂货的港口装卸、堆存及船舶港口服务，其中港口装卸业务是公司主营业务收入和利润的主要来源。以2022年为例，港口装卸业务分别贡献公司营收和毛利的92.6%、99.9%。
- 以2014-2022年为例，公司货物吞吐量复合增速为10.8%，其中集装箱吞吐量复合增速为25.8%。

图表：历年公司港口装卸业务营收和毛利占比情况 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：上市港口企业集装箱吞吐量历年增速情况 (%)

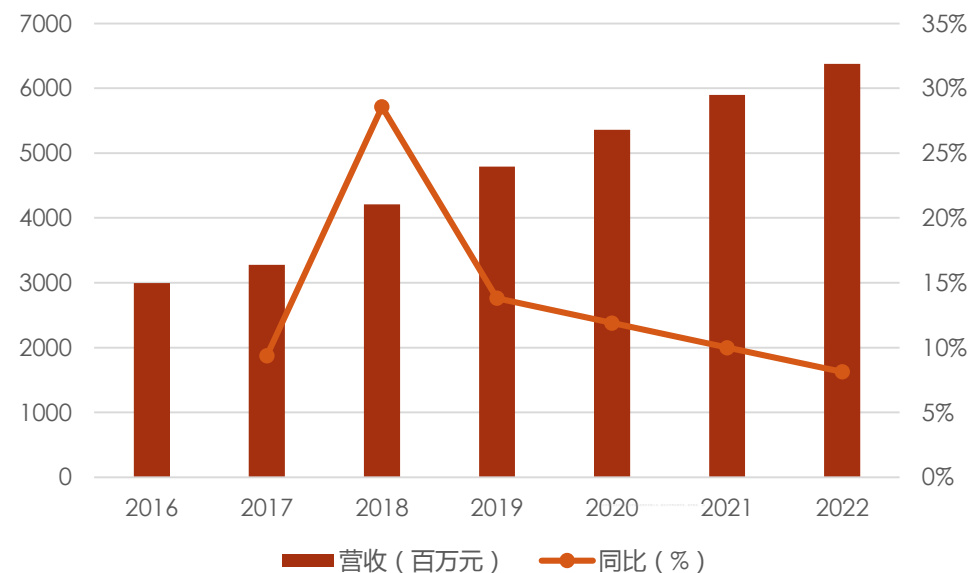


资料来源：wind，华西证券研究所

1.5 公司目前还在成长期

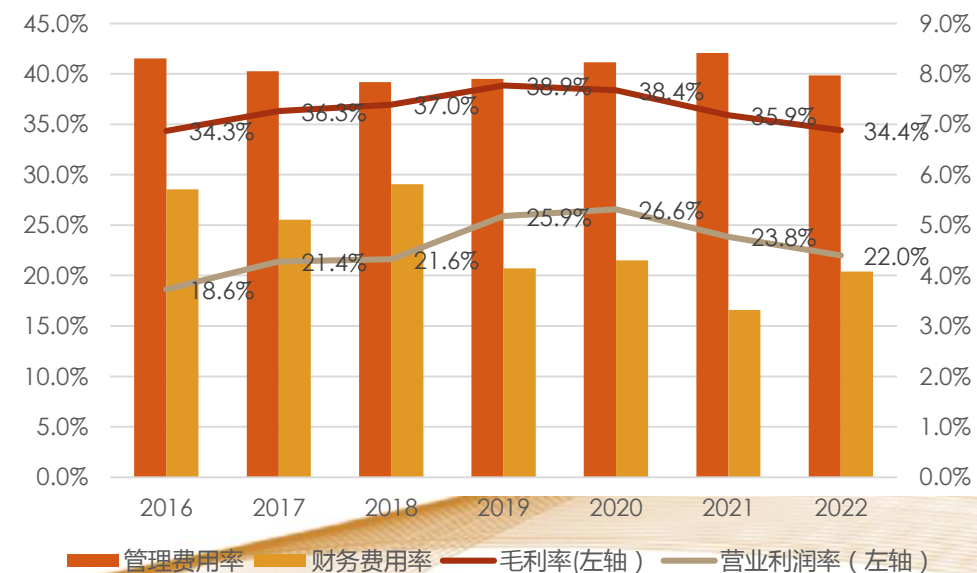
- **公司营收还在较快增长阶段：**以2016-2022年为例，公司营收复合增速为13.4%。公司营收主要由吞吐量和装卸作业费率驱动，我们将在报告第2-4章讨论公司未来营收保持较快增长的逻辑。
- **公司营业利润率有望长期稳定提升。**①以2016-2019年（吞吐量没有疫情的影响）为例，吞吐量的增速推动固定成本更好的平摊，公司历年毛利率持续提升。②公司的期间费用主要是管理费用和财务费用，二者合计费用率从2016年的14%优化至2019年的12.5%。

图表：2016-2017年公司营收及增速变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：公司历年毛利率、营业利润率、管理费用率和财务费用率变化趋势 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

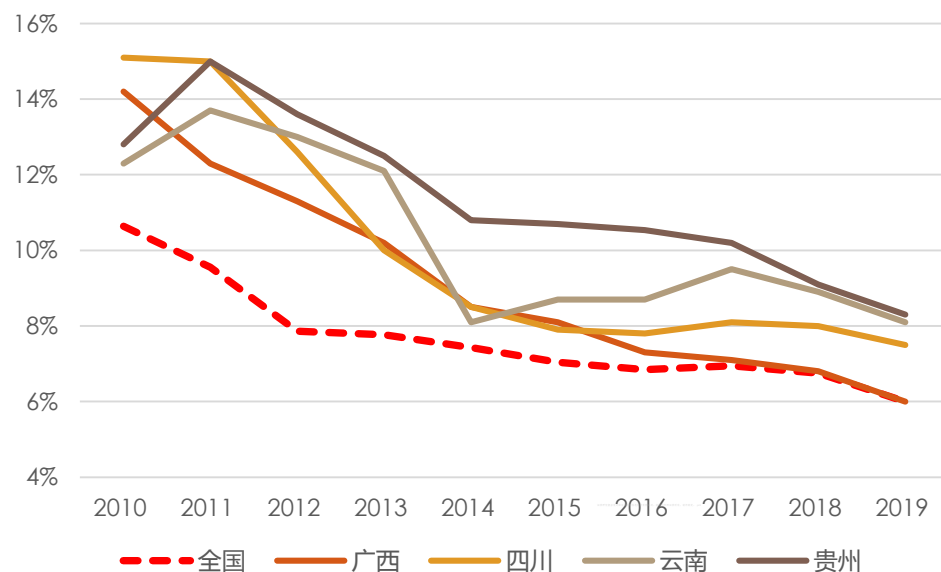
2

国内产业转移提供长期增长潜力

2.1 公司经济腹地借助产业转移实现较快发展

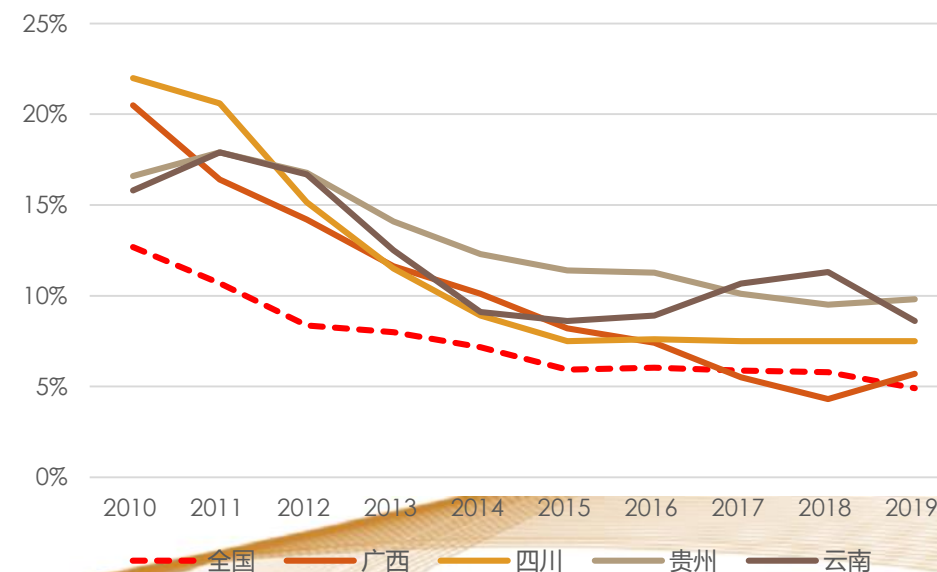
- 鼓励支持东中部劳动密集型产业向西部地区转移是我国的一个重要国策。比如2021年11月工信部、国家发改委等10部门联合印发的《关于促进制造业有序转移的指导意见》提出，引导劳动密集型产业重点向中西部劳动力丰富、区位交通便利地区转移。
- 以公司的主要经济腹地广西、云南、贵州、四川这四省为例，近年来GDP增速保持较快增长，尤其第二产业GDP增速一直快于全国总体水平（注：没有使用2020-2022年数据，是因为考虑到疫情封控政策对各地生产影响程度不同）。

图表：广西、云南、贵州、四川四省及全国历年GDP增速情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：广西、云南、贵州、四川四省及全国历年第二产业GDP增速情况（%）

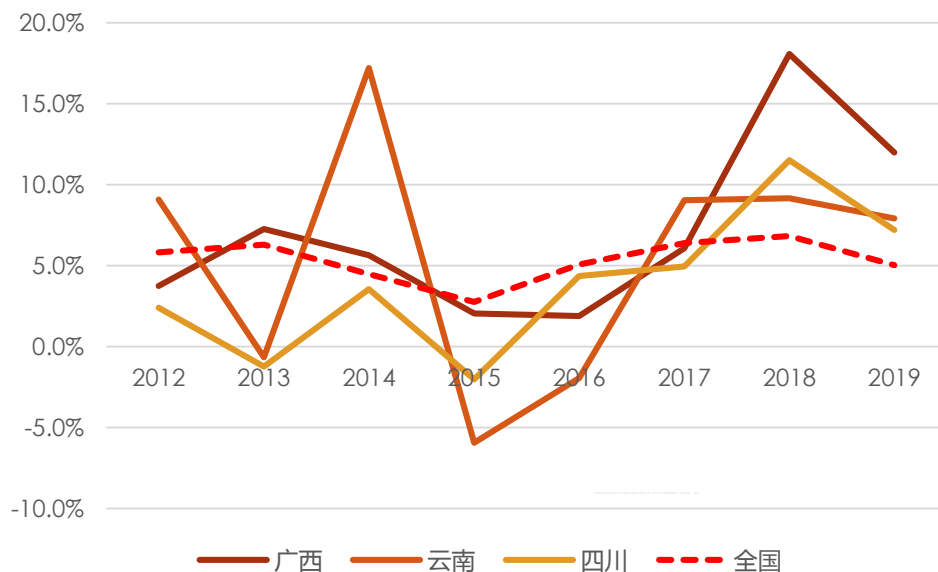


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 用电数据和常住人口验证产业转移逻辑

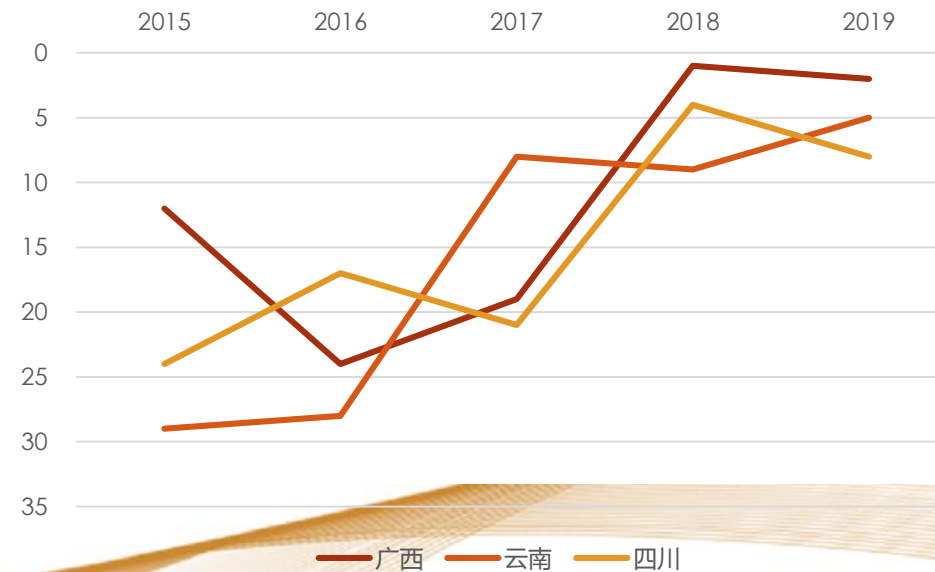
- 公司经济腹地承接产业转移的第一个例证：用电量增速。
- 从用电量增速来看，2017年起，广西、云南、四川等西南地区用电量增速居全国前列。2019年广西、云南、四川用电量增速分别为+12%/+7.9%/+7.2%，排名分别为全国第2、全国第5、全国第8。我们认为，近年来中西部地区用电量的高增速在一定程度上反映了我国产业转移的趋势。

图表：2012-2019年广西、云南、四川及全国用电量增速情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：广西、云南、四川当年用电量增速在全国各省市排名情况

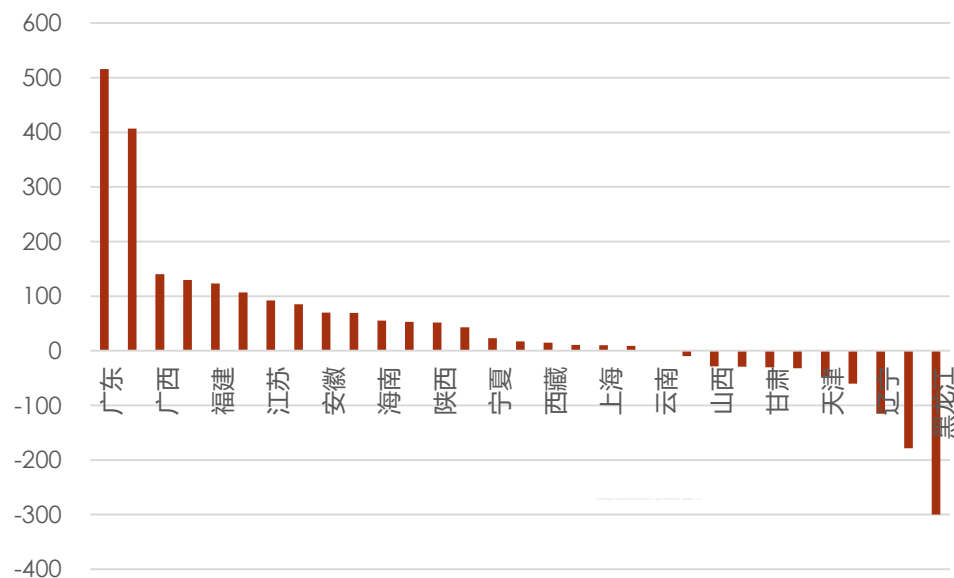


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 用电数据和常住人口验证产业转移逻辑

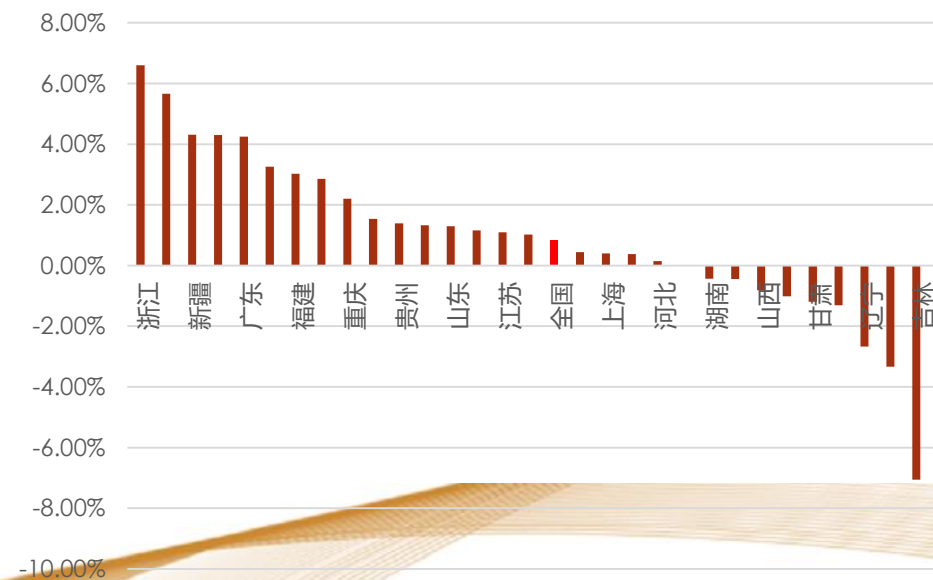
- 公司经济腹地承接产业转移的第二个例证：常住人口变化。
- 以2017-2022年为例，期间广西、四川、贵州三省常住人口分别净增加140万人、85万人、53万人（增幅为2.85%、1.03%、1.39%，同期全国总人口增长0.83%），净增幅在全国各省市排名分别为第3位、第8位、第12位。
- 我们认为，广西、四川、贵州等地常住人口持续净流入的背后逻辑是，当地产业转移项目的陆续投产将带来更多工作岗位，有利于留住当地劳动力及吸引外来人才。

图表：2017-2022年各省市常住人口净增加情况（万人）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2017-2022年全国及各省市常住人口累计增幅（%）

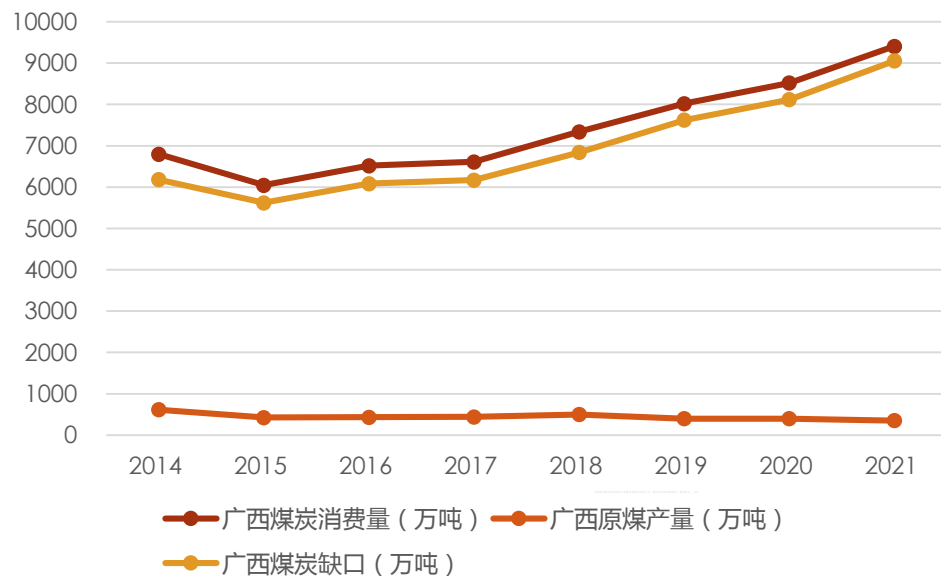


资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 腹地铁矿石及煤炭供需缺口持续扩大

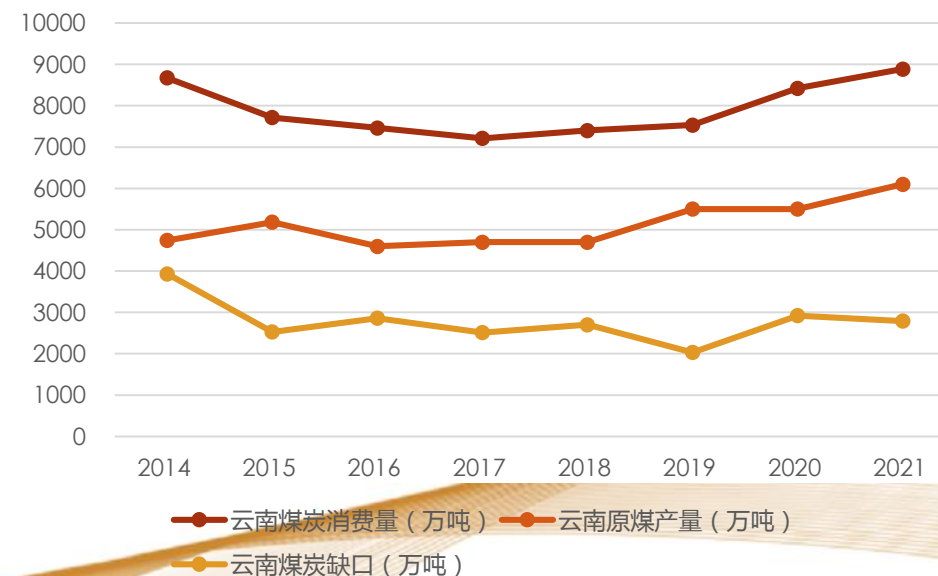
- 干散货分析之煤炭：广西省煤炭供需缺口持续扩大。
- 贵州为产煤大省，煤炭主要供内销售，少量通过铁路及公路等运输方式运往云南、广西及川渝地区；云南地区为煤炭净调入省，近年来随着水电发电量的增加，煤炭缺口企稳，通过铁路及公路等运输方式从周边地区调入煤炭基本能满足需求；广西煤炭缺口最大，2022年缺口超过9000万吨，由于地处沿海临近港口，广西缺口煤炭除部分通过内贸的方式从其他地区调入，部分则通过进口煤的方式满足需求。

图表：2014-2022年广西煤炭消费量及原煤产量变化趋势（万吨）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2014-2022年云南煤炭消费量及原煤产量变化趋势（万吨）

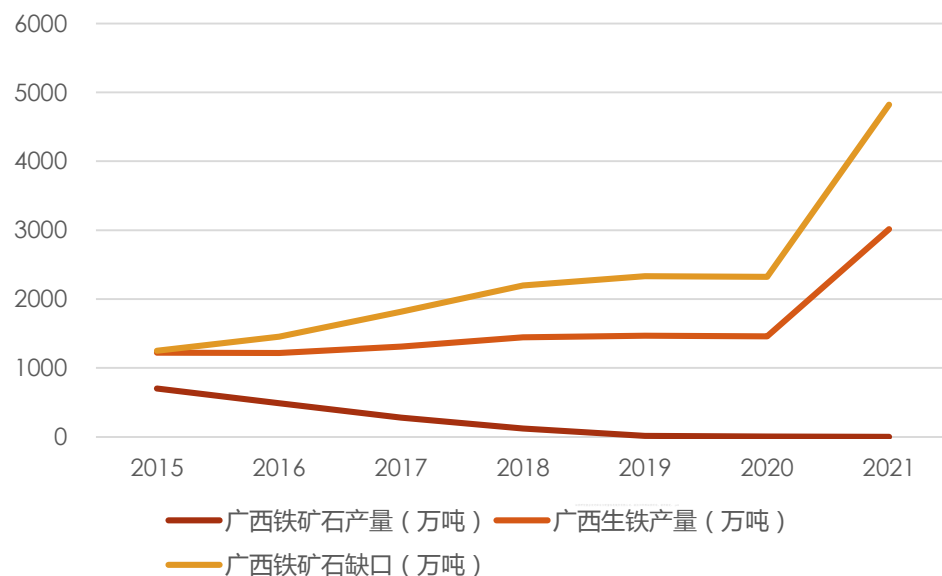


资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 腹地铁矿石及煤炭供需缺口持续扩大

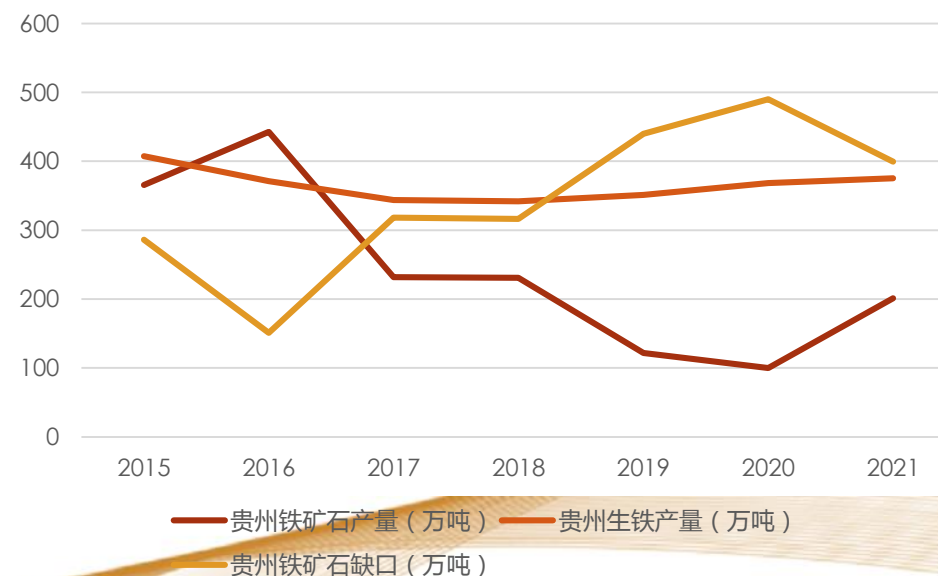
- 干散货分析之铁矿石：广西、贵州铁矿石供需缺口持续扩大。
- 以2021年的广西为例，随着广西柳钢防城港炼钢连铸项目等新建产能投产，当年广西生铁产量突破3000万吨，按照每生产1吨生铁需要消耗1.6吨铁矿石的比例，我们测算2021年广西铁矿石缺口接近5000万吨。
- 以贵州为例，尽管贵州近年来的生铁产量保持较为平稳的状态，但铁矿石产量的下降，使得2018-2020年铁矿石缺口呈现小幅提升状态。

图表：2015-2022年广西铁矿石及生铁产量变化趋势（万吨）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2015-2022年贵州铁矿石及生铁产量变化趋势（万吨）



资料来源：wind，华西证券研究所

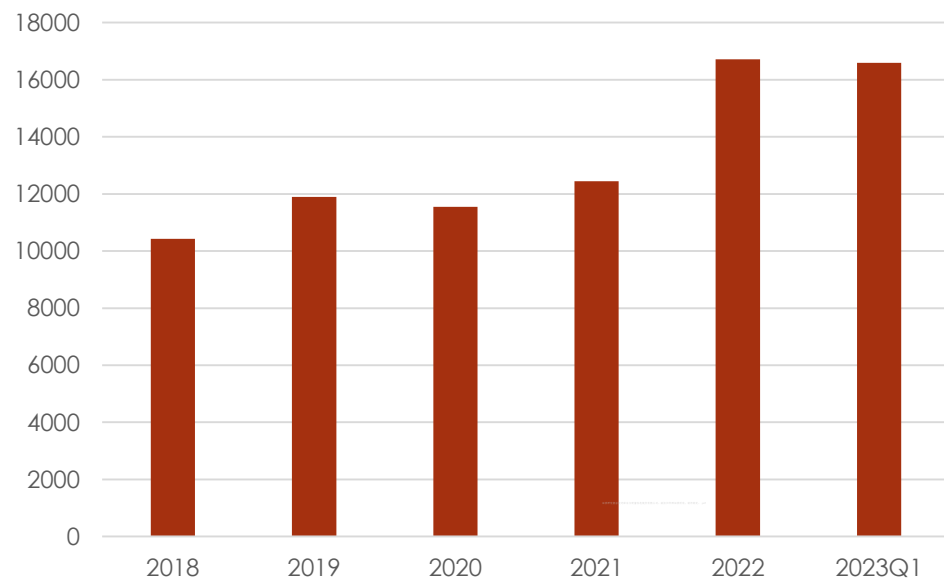
3

基础设施建设助力增长潜力转变为现实

3.1 通过资本运作提高能力，主动拥抱未来发展机遇

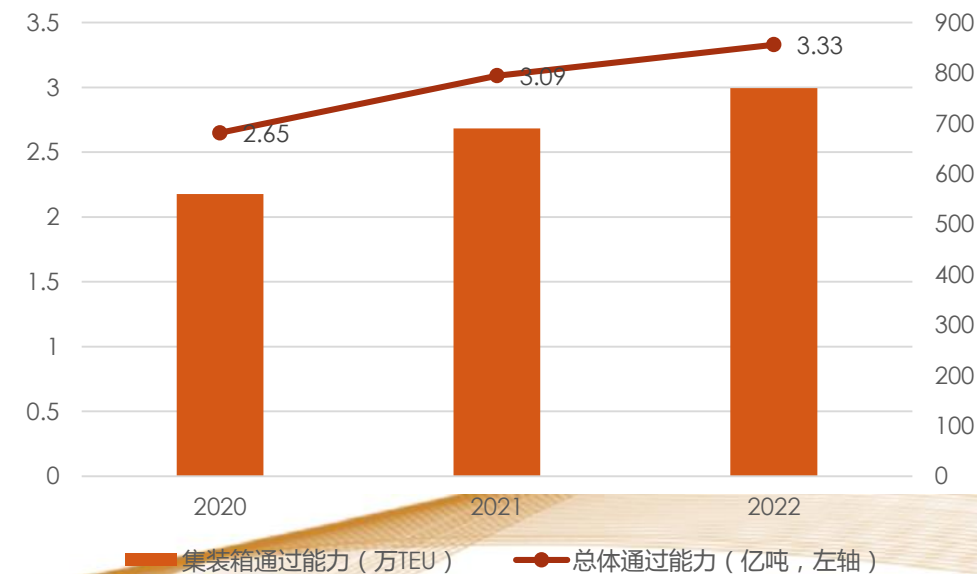
- 我们认为，北部湾港作为中国大西南最佳出海口，中国国内产业转移以及2012年东盟主导发起的RCEP将为北部湾港吞吐量带来增长潜力，但北部湾港自身的港口能力是其将增长潜力转化为现实增长的关键。通过梳理过去，公司产能的增量一方面来自于大股东的资产注入，另一方面则是自身建设。
- 截止2022年底拥有及管理沿海生产性泊位77个，万吨级以上泊位70个，10万吨级以上泊位28个，15万吨级以上泊位 14个，20万吨级以上泊位4个，30万吨级1个。其中港口通过能力达到3.33亿吨，其中集装箱通过能力770万标箱。

图表：北部湾固定资产变化趋势（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2020-2022年北部湾港通过能力变化趋势

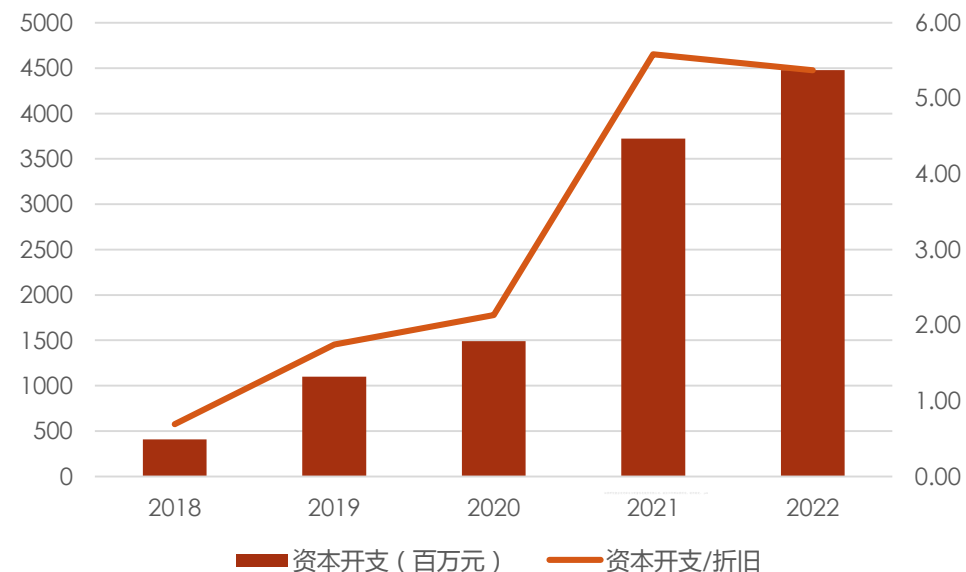


资料来源：wind，华西证券研究所

3.1 通过资本运作提高能力，主动拥抱未来发展机遇

- 公司中期的港口能力，主要取决于当下的资本开支计划及资本运作情况：①公司2021、2022年资本开支合计超过80亿元，其中资本开支与折旧的比值拉升至5倍以上，说明公司已经进入扩张性资本开支的阶段，主动拥抱未来的发展机遇。②**根据公司公告，公司计划向特定对象发行股票募集资金总额不超过360000万元**，募集资金拟使用于北海港铁山港西港区北暮作业区南4号南5号泊位工程等码头项目建设。

图表：2018-2022年北部湾资本开支情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：公司募集资金拟使用的项目情况

单位：万元

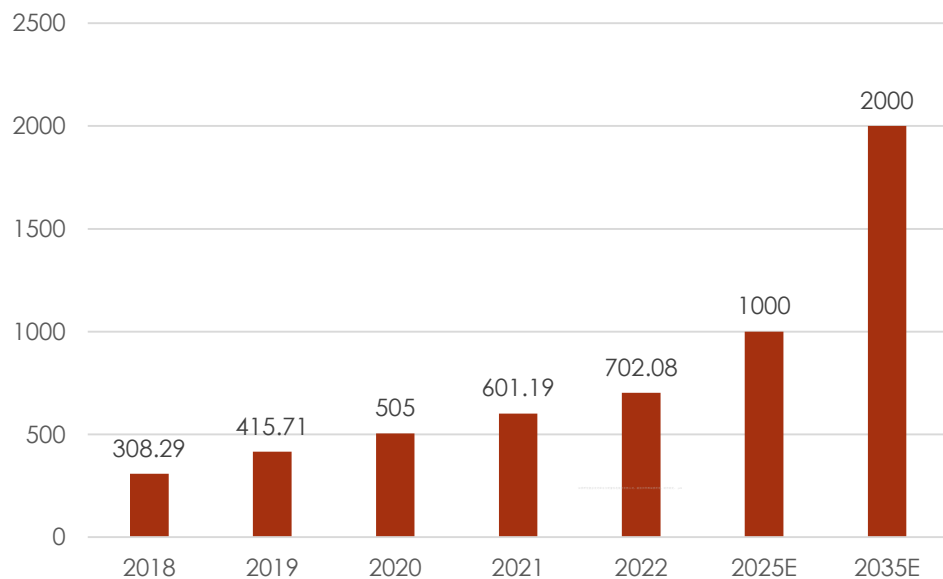
序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
1	北海港铁山港西港区北暮作业区南4号南5号泊位工程	278,078.62	200,000.00
2	北海港铁山港西港区北暮作业区南7号至南10号泊位工程	182,186.00	30,000.00
3	防城港粮食输送改造工程（六期）	64,745.10	30,000.00
4	偿还银行借款	100,000.00	100,000.00
合计		625,009.72	360,000.00

资料来源：wind，华西证券研究所

3.1 通过资本运作提高能力，主动拥抱未来发展机遇

- 港口长期通过能力取决于岸线及后方的土地资源，其中岸线属于最核心的资源。根据《港口岸线使用审批管理办法》，交通部主管全国岸线工作，因此我们认为国家相关规划对一个港口的中长期规划是其长期通过能力的最重要影响因素。
- 根据公司公告，公司根据习近平总书记对北部湾港提出的“四个一流”（一流的设施、一流的技术、一流的管理、一流的服务）建设方针，以 2025年、2035年作为“四个一流”港口建设战略的目标年份，**2025年集装箱吞吐量达到1000万TEU，2035年集装箱吞吐量达到2000万TEU。**

图表：历年北部湾港集装箱吞吐量变化趋势（万TEU）

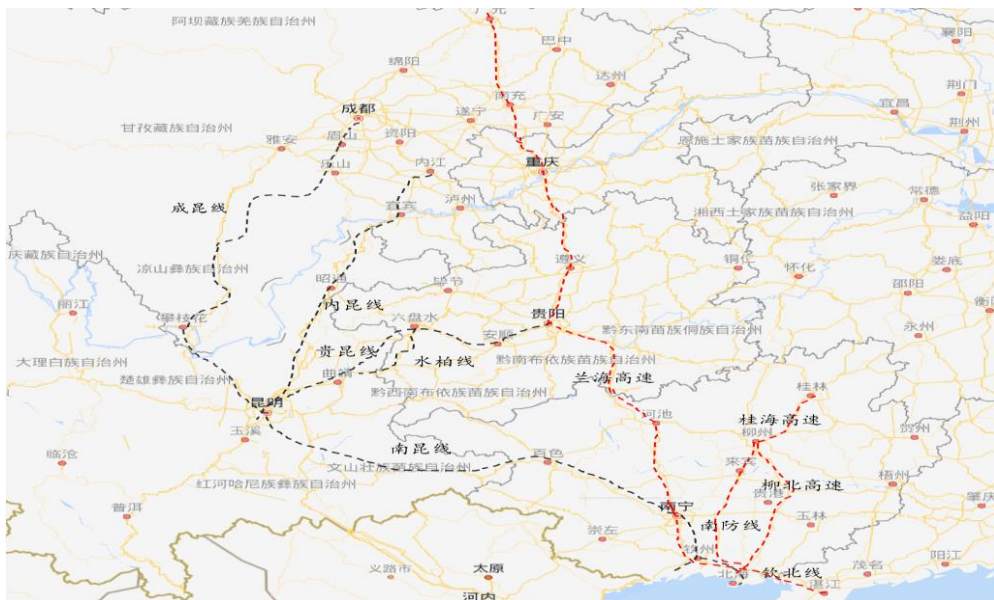


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 政策支持，逐步完善的集疏运提升公司竞争力

- 公司港区目前配套公路、铁路运输网络较为完善：公司所属防城港、钦州港及北海港交通便利，除水路运输外，公路与铁路构成的运输同样发挥着联通北部湾港与西南地区经济腹地的作用。
- 公路运输方面，防钦北三港主要通过柳北高速、桂海高速、兰海高速广西段、呼北高速等与西南地区路网相连，从而与西南腹地公路联网，辐射黔桂滇等西南经济腹地。
- 铁路方面，南防线、南昆线、钦北线、内昆线及水柏线的通车使北部湾港得以西联大西南各省。

图表：西南地区公路铁路路网

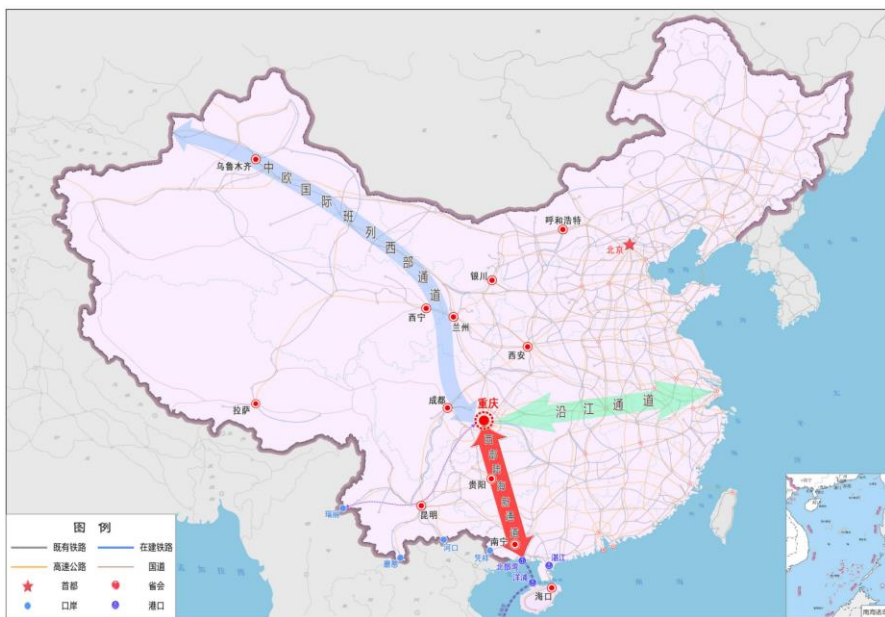


资料来源：百度地图，华西证券研究所

3.2 政策支持，逐步完善的集疏运提升公司竞争力

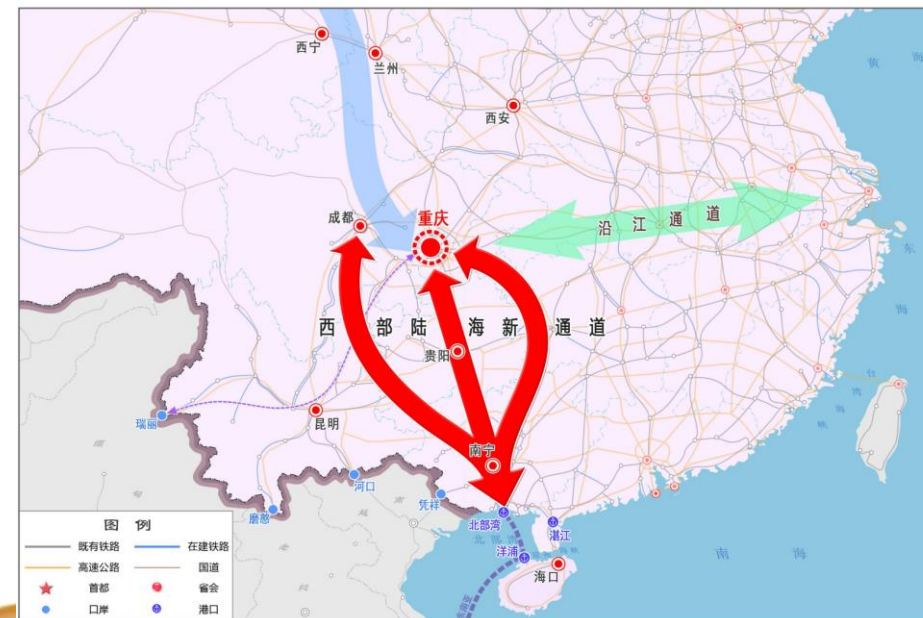
- 供给端影响一个港口竞争的核心因素是港口通过能力和后面集疏运系统。基于我们对中国综合交通规划体系的理解，我们认为影响港口的综合竞争力因素，除了港口企业的主观作为外（我们在3.1中讨论），国家政策支持是核心外部变量。对北部湾港来说，正处于国家政策对其大力支持的节点：
 - ① 《国家综合立体交通网规划纲要（2021—2050年）》将北部湾港与上海港等10个港口一并被列为国际枢纽海港。
 - ② 《西部陆海新通道总体规划》提出，建设自重庆经贵阳、南宁至北部湾出海口，自重庆经怀化、柳州至北部湾出海口，以及自成都经泸州（宜宾）、百色至北部湾出海口三条通路，共同形成西部陆海新通道的主通道。

图表：西部陆海新通道地理位置示意图（全国）



资料来源：《西部陆海新通道总体规划》，华西证券研究所

图表：西部陆海新通道地理位置示意图（局部）



资料来源：《西部陆海新通道总体规划》，华西证券研究所

3.2 政策支持，逐步完善的集疏运提升公司竞争力

- 重点项目之一西部陆海新通道（平陆）运河项目已经开工建设：
 - ①根据广西壮族自治区交通运输厅，平陆运河项目今年一季度全线开工、2026年建成通航试运行。
 - ②平陆运河始于南宁横州市西津库区平塘江口，经钦州灵山县陆屋镇沿钦江进入北部湾钦州港海域，全长134.2公里，全线按内河Ⅰ级航道标准建设，可通航5000吨级船舶。平陆运河建成后，将打通我国西部地区的出海通道，更好地融入“一带一路”倡议，使我国西南地区与东南亚及印度洋国家的海路距离大大缩短。

图表：平陆运河地理位置图



资料来源：百度地图，华西证券研究所

4

盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

- **营业收入核心假设：**①考虑到2023年疫情影响消退，生产端逐步恢复正常，假设23-25年吞吐量每年增长10%；②考虑到港口企业对航运企业的支持（比如中谷物流码头费的优惠政策），假设单吨装卸作业收入每年下降2%。
- **营业成本核心假设：**假设2023-2025年毛利率为35.5%、36.1%、36.7%。

图表：2023-2025年北部湾港盈利预测的关键假设

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
吞吐量(万吨)	23313.33	23821	26900	28012.12	30813.33	33894.67	37284.13
同比(%)		2.18%	12.93%	4.13%	10.00%	10.00%	10.00%
单吨装卸收入(元)	18.34	20.27	19.75	21.08	20.66	20.24	19.84
同比(%)		10.52%	-2.55%	6.73%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
装卸作业收入(百万元)	4275.49	4828.07	5313.08	5904.85	6365.428	6861.932	7397.162
同比(%)		12.92%	10.05%	11.14%	7.80%	7.80%	7.80%
其他营业收入	516.85	534.49	585.24	473.01	636.54	754.81	887.66
营业收入合计(百万元)	4792.34	5362.56	5898.32	6377.86	7001.97	7616.74	8284.82
营业成本合计(百万元)	2930.04	3303.88	3780.71	4182.77	4513.84	4867.75	5240.85
毛利率(%)		38.4%	35.9%	34.4%	35.5%	36.1%	36.7%

资料来源：wind，华西证券研究所

4.2 投资建议

- 我们预计北部湾港2023-2025年营收为70.02亿元、76.17亿元和82.85亿元，，归母净利润分别为11.75亿元、13.70亿元和15.85亿元（EPS分别为0.66元、0.77元和0.89元），对应2023年5月8日收盘价8.95元PE分别为13.50倍、11.57倍和10.01倍。
- 我们认为，长期角度产业转移提供长期增长潜力，基础设施建设（港口建设和集疏运建设）助力增长潜力转变为现实，北部湾港将是国内成长性最好的港口运营企业之一。短期角度，考虑到2023年疫情影响消退，生产端逐步恢复正常，公司的盈利能也将得到修复，因此**首次覆盖，给予“增持”评级。**

可比公司估值表（北部湾港盈利预测来自华西证券研究所，其余盈利预测来自wind一致预期）

重点公司											
股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	PB (LF)	EPS (元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600009.SH	北部湾港	8.95	1.22	0.61	0.66	0.77	0.89	14.67	13.50	11.57	10.01
601326.SH	秦港股份	4.48	1.41	0.23	0.32	0.40	0.44	11.74	13.82	11.33	10.09
601000.SZ	唐山港	4.23	1.27	0.29	0.35	0.38	0.41	9.61	11.99	11.11	10.38

资料来源：wind, 华西证券研究所

注：收盘价采用2023年5月8日收盘价



风险提示

5 风险提示

- 宏观经济增长不及预期。若公司经济腹地西南地区宏观经济下行超预期，或将导致公司港口吞吐量增速低于预期。
- 港口收费政策变动超预期。港口收费政策变动可能对公司业绩造成较大影响。
- 周边港口竞争加剧超预期。周边港口对北部湾港吞吐量分流的负面影响或超预期。

6 华西交运团队近期深度报告目录

图表：近期华西交运团队深度报告目录

序号	外发日期	报告类型	报告标题
1	2022年7月13日	快递行业深度	快递研究三部曲 I：需求总量和结构的推演
2	2022年7月24日	公司深度	韵达股份（002120.SZ）：存在预期差的A股加盟快递龙头
3	2022年8月9日	航空行业深度	航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望
4	2022年9月5日	公司深度	宏川智慧（002930.SZ）深度研究1：高壁垒、高成长的石化仓储企业
5	2022年9月13日	公司深度	春秋航空（601021.SH）：比较优势正在扩大的低成本航空龙头
6	2022年10月8日	航运行业深度	航运系列深度研究 I：原油油轮行业研究框架
7	2022年10月16日	公司深度	兴通股份（603209.SH）：不断扩张边界的内贸液体化学品运输龙头
8	2022年11月1日	投资策略报告	2023年交运物流行业投资策略：把握高景气油运和化工品物流
9	2022年11月15日	航运行业深度	航运系列深度研究 II：成品油轮行业研究框架
10	2022年12月4日	公司深度	顺丰控股（002352.SZ）：如何看顺丰的长、中、短期成长空间？
11	2023年4月25日	公司深度	南方航空（600029.SH）：新一轮航空大周期正在徐徐展开之南航篇

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,378	7,002	7,617	8,285	净利润	1,150	1,305	1,523	1,761
YoY (%)	8.0%	9.8%	8.8%	8.8%	折旧和摊销	1,044	949	949	949
营业成本	4,183	4,514	4,868	5,241	营运资金变动	50	121	389	72
营业税金及附加	53	56	57	58	经营活动现金流	2,598	2,692	3,193	3,129
销售费用	0	0	0	0	资本开支	-4,479	0	0	0
管理费用	508	546	579	630	投资	-385	0	0	0
财务费用	260	274	231	179	投资活动现金流	-4,862	0	0	0
研发费用	9	9	9	9	股权募资	97	-1	0	0
资产减值损失	-24	0	0	0	债务募资	1,060	500	500	500
投资收益	-60	0	0	0	筹资活动现金流	834	183	168	153
营业利润	1,403	1,632	1,903	2,201	现金净流量	-1,430	2,875	3,361	3,282
营业外收支	8	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	1,411	1,632	1,903	2,201	成长能力 (%)				
所得税	261	326	381	440	营业收入增长率	8.0%	9.8%	8.8%	8.8%
净利润	1,150	1,305	1,523	1,761	净利润增长率	1.8%	13.1%	16.6%	15.7%
归属于母公司净利润	1,039	1,175	1,370	1,585	盈利能力 (%)				
YoY (%)	1.8%	13.1%	16.6%	15.7%	毛利率	34.4%	35.5%	36.1%	36.7%
每股收益	0.61	0.66	0.77	0.89	净利润率	16.3%	16.8%	18.0%	19.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率ROA	3.5%	3.8%	4.1%	4.4%
货币资金	2,144	5,019	8,380	11,662	净资产收益率ROE	8.1%	8.3%	8.9%	9.3%
预付款项	5	5	5	5	偿债能力 (%)				
存货	47	28	53	35	流动比率	0.55	1.01	1.46	1.94
其他流动资产	1,166	1,068	1,167	1,185	速动比率	0.47	0.93	1.38	1.86
流动资产合计	3,362	6,120	9,605	12,887	现金比率	0.35	0.83	1.27	1.75
长期股权投资	101	101	101	101	资产负债率	49.0%	47.8%	47.2%	45.7%
固定资产	16,717	15,767	14,818	13,869	经营效率 (%)				
无形资产	2,441	2,441	2,441	2,441	总资产周转率	0.23	0.23	0.23	0.24
非流动资产合计	26,104	25,155	24,205	23,256	每股指标 (元)				
资产合计	29,466	31,275	33,810	36,143	每股收益	0.61	0.66	0.77	0.89
短期借款	1,511	1,511	1,511	1,511	每股净资产	7.28	7.94	8.72	9.61
应付账款及票据	2,285	2,229	2,639	2,602	每股经营现金流	1.47	1.52	1.80	1.77
其他流动负债	2,275	2,335	2,438	2,546	每股股利	0.17	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,071	6,075	6,588	6,660	估值分析				
长期借款	4,933	4,933	4,933	4,933	PE	14.67	13.50	11.57	10.01
其他长期负债	3,433	3,933	4,433	4,933	PB	1.02	1.13	1.03	0.93
非流动负债合计	8,366	8,866	9,366	9,866					
负债合计	14,437	14,941	15,954	16,526					
股本	1,772	1,772	1,772	1,772					
少数股东权益	2,127	2,258	2,410	2,586					
股东权益合计	15,029	16,334	17,856	19,617					
负债和股东权益合计	29,466	31,275	33,810	36,143					

分析师与研究助理简介

- 游道柱：**华西证券研究所交运行业首席分析师。11年实业、卖方和买方的复合经历（6年实业、3年卖方、2年买方），曾就职于申万宏源证券研究所，所在团队曾获新财富入围、水晶球第一等奖项。具备消费互联网、食品饮料、家电、免税等多个行业的研究体会，擅长从底层商业逻辑出发、以及跨行业比较的视角去推演行业和公司未来的发展趋势。目前重点覆盖快递、航空、机场、免税、化工物流、供应链等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

- 华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。
- 本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。
- 在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。
- 本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。